东兴证券 DONGXING SECURITIES

宝龙商业（09909）：快速发展的商业物业运营商

2020 年 09 月 07 日

推荐/首次

宝龙商业 | 公司报告

公司 2019 年实现收入 16.2 亿元人民币，归母净利润 1.79 亿元人民币。2017-2019 年营收的复合增速为 29.1%，归母净利润的复合增速为 34.2%。2020 年上半年，运营商场的平均出租率为 87.1%，相比 2019 年年底下滑 2.3 个百分点。2020 年上半年营收同比增长 16.0%，净利润同比增长 66.3%。

公司倚靠宝龙地产，管理面积的增长具有较强的确定性。2020 年下半年预计新开业 13 个宝龙广场项目，其中 1 个属于重新开业。结合公司 2019 年报披露的项目计划，预计 2021 年和 2022 年分别有 27 个和 5 个项目开业。此外，从宝龙地产和宝龙商业 2020 年中期业绩发布会披露的五年计划来看，宝龙地产计划未来 5 年新增 100 个商业项目开业。截至 2019 年底，宝龙地产土地储备约 29.7 百万平方米，可供公司三至五年的项目开发。宝龙地产稳健增长的销售面积和充足的土地储备，为宝龙商业未来的发展带来了较强的确定性。

公司聚焦区域优势，加大力度深耕长三角。基于在管项目的运营状况我们可以发现，公司在长三角区域的项目运营情况显著优于其他区域，是公司的优势区域。这也与公司在长三角十余年的深耕以及长三角城市群领先的发展状况息息相关。公司聚焦优势的长三角区域，致力于提高长三角区域的覆盖度。从短期来说，这将显著改善公司项目整体的运营情况，提升盈利水平。从长远说，在长三角的商业布局有了一定的深度后，一方面有助于提升管理效率，加强对区域内商家资源整合能力；另一方面，也有助于提升公司在长三角区域的品牌影响力。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.17、4.29 和 5.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.51、0.69 和 0.86 元。以 1 港元=0.88 人民币的汇率计算，2020 年 9 月 4 日公司收盘价 24.75 港元对应 2020-2022 年 PE 值分别为 42.5、31.4 和 25.2 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

风险提示：商业物业出租率不及预期，母公司交付进度不及预期，母公司地产销售不及预期，第三方拓展不及预期等。

财务指标预测

指标	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1,620.5	1,976.5	2,744.8	3,426.9
增长率（%）	35.0%	22.0%	38.9%	24.9%
净归母利润（百万元）	178.6	317.5	429.3	534.1
增长率（%）	33.7%	77.7%	35.2%	24.4%
净资产收益率（%）	19.7%	18.9%	22.5%	24.3%
每股收益(元)	0.44	0.51	0.69	0.86
PE	49.5	42.7	31.6	25.3
PB	5.6	7.6	6.6	5.7

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

公司为中国领先的商业运营服务供应商。公司以四个品牌「宝龙一城」、「宝龙城」、「宝龙广场」及「宝龙天地」提供商业运营服务。

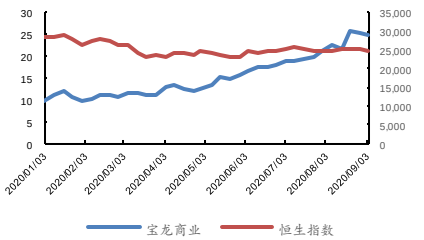
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-11-18 分红-每股派现 0.1HKD

交易数据

36 周股价区间（元/HKD）	9.53～25.70
总市值（亿元/HKD）	153.8

股价走势图



分析师：林瑾璐

010-66554046 linjl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480519070002

研究助理：陈刚

010-66554028 chen_gang@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119080008

研究助理：曹钧鹏

010-66554065 caojp@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480119070038

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

目 录

1. 公司概况 4
1.1 发展历程和股权结构 4
1.2 经营简况 4
2. 公司主营业务 5
2.1 商业运营服务 5
2.1.1 商业运营及管理服务 7
2.1.2 物业租赁服务 7
2.1.3 市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务 8
2.2 住宅物业管理服务 8
3. 公司未来发展 9
3.1 倚靠宝龙地产，管理面积的增长具有较强的确定性 9
3.2 聚焦区域优势，加大力度深耕长三角 10
3.3 外延并购只是手段，提升资源整合与运营管理能力才是目的 12
3.4 对于第三方拓展，全流程参与项目更能发挥公司优势 12
4. 盈利预测与投资评级 13
4.1 盈利预测 13
5. 风险提示 13

插图目录

图 1： 公司发展里程碑 4
图 2： 公司股权结构 4
图 3： 公司营业收入及增速 5
图 4： 公司净利润及增速 5
图 5： 公司 2019 年各业务营收占比 5
图 6： 公司各业务的毛利及毛利率 5
图 7： 商业运营和管理服务收入 7
图 8： 商业运营和管理服务的单位面积收入 7
图 9： 物业租赁服务收入 7
图 10： 物业租赁服务的单位面积收入 7
图 11： 市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务收入 8
图 12： 市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务单价 8
图 13： 住宅物业管理服务收入 9
图 14： 住宅物业管理服务收入拆分占比 9
图 15： 住宅物业管理面积 9
图 16： 住宅物业服务的单位面积收入 9
图 17： 2019 年报披露的筹备项目的预计开业进度 10
图 18： 2019 年报披露的筹备项目的建筑面积（千平） 10

图 19： 宝龙地产合约销售面积 10
图 20： 宝龙地产土地储备 10
图 21： 2018 年在管项目分地域的面积与收入占比 11
图 22： 2018 年在管项目分地域的单位面积收入与出租率 11
图 23： 在管项目分地域的毛利占比 11
图 24： 在管项目分地域的毛利率（%） 11
图 25： 2019 年报披露的筹备项目数量的地域分布 12
图 26： 2019 年报披露的筹备项目预计建筑面积的地域分布 12

表格目录

表 1： 公司商业运营服务的具体业务及收费模式 6
表 2： 公司四大商业品牌运营简况 6
表 3： 按服务划分的商业运营服务收入（百万元） 6
表 4： 住宅物业管理服务的具体业务及收费模式 8
表 5： 公司收入预测 13

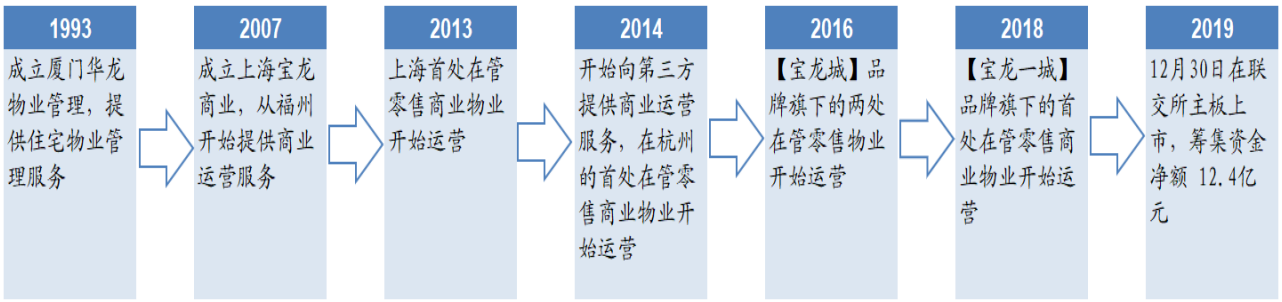
1. 公司概况

1.1 发展历程和股权结构

宝龙商业（9909.HK）的前身成立于 1993 年，公司最初是向控股股东——宝龙地产控股（1238.HK）所开发的房地产项目提供配套的物业管理支持服务。宝龙地产开始开发零售商业地产后，公司于 2007 年将业务范围扩展到了商业运营服务领域。

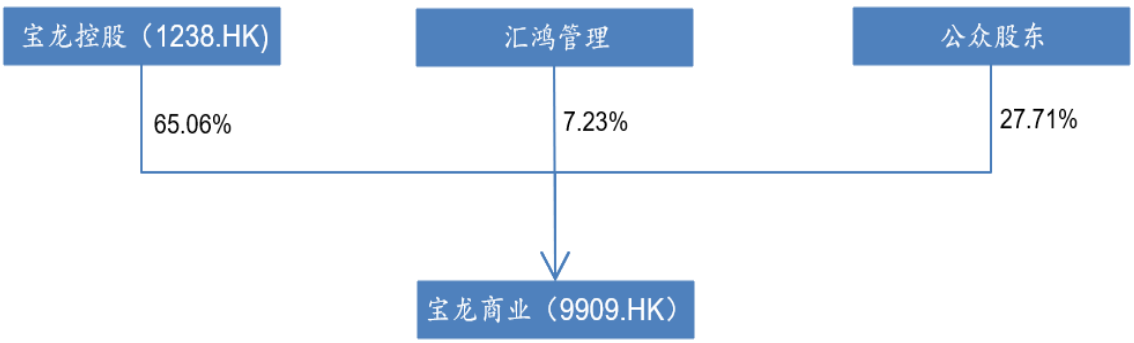
2019 年 12 月，宝龙商业在香港联交所主板拆分上市。截至 2020 年 1 月，宝龙控股共持有 65.06%的股份，是公司的第一大股东。此外，汇鸿管理（注册于英属维京群岛的 SPV）还持有公司 7.23%的股份，这部分股份将用于日后公司实行股权激励计划。

图1：公司发展里程碑



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图2：公司股权结构



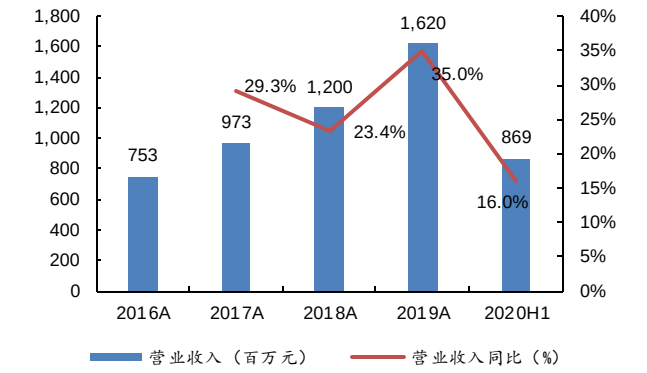
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 经营简况

公司 2019 年实现营业收入 16.2 亿元人民币（*除特别注明外，下文中的货币单位均为人民币*），归母净利润 1.79 亿元人民币。2017-2019 年营收的复合增长率为 29.1%，归母净利润的复合增长率为 34.2%。2020 年上半年，运营商场的平均出租率为 87.1%，相比 2019 年年底下滑 2.3 个百分点。但受益于成本和费用的有效控制，公司在 2020 年上半年营收同比增长 16.0%的情况下，净利润同比大幅增长 66.3%。

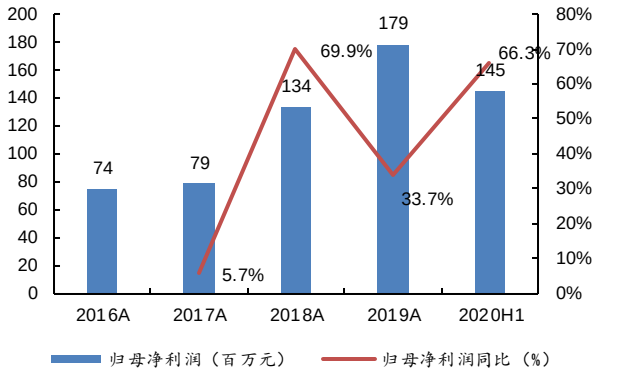
公司主营业务为商业运营服务和住宅物业管理服务，其中商业运营服务是收入和利润的主要来源。2019 年，商业运营服务（包括商业运营及管理；市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕；物业租赁）对收入和毛利的贡献分别达到了 82.9%和 91.3%，是公司的核心业务。

图3：公司营业收入及增速



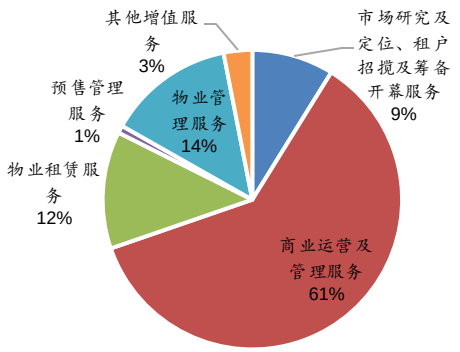
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图4：公司净利润及增速



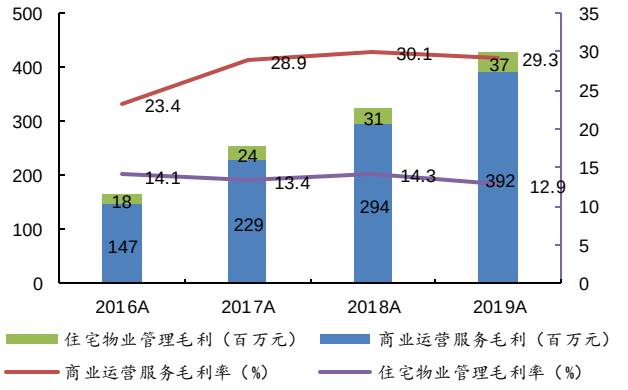
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图5： 公司 2019 年各业务营收占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图6：公司各业务的毛利及毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 公司主营业务

2.1 商业运营服务

公司的商业运营服务主要是给购物中心和购物街提供定位、招商、开业、运营及管理的全周期服务。公司的商业运营服务主要分为两个阶段，分别是商业物业开业前的筹备阶段和开业后的运营阶段。

零售商业物业不存在住宅物业管理那样提价困难，增值服务模式还需探索的问题。商场的运营服务可以随着未来商场坪效的提升而提价，同时其本身的服务重点就是招商运营、营销推广等各类增值性质的服务，也不用太担心收缴率的问题。只要能够保持商场的经营水平，保证足够的出租率，对于单体项目，长期而言可以实现较为稳定的增长。

表1：公司商业运营服务的具体业务及收费模式

业务阶段及类型		客户	收费模式
筹备阶段—市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务	市场研究及定位服务	业主和开发商	单次固定服务费
	租户招揽服务		固定服务费，约等于两个月租金
	筹备开幕服务		按每平米基准的固定服务费
运营阶段—商业运营及管理服务	零售商业物业管理服务（基础物业管理服务、租户指导、市场营销及推广等）	业主	按每月每平方米收取固定费用
	租户管理及收租服务	租户	按酬金制的服务费
	其他增值服务（停车场、公共区域及广告位管理服务）	业主、租户及消费者	按酬金制的服务费或经营收入
运营阶段—物业租赁服务（收入主要由宝龙天地贡献）		租户	租金收入（向业主租赁后分租给租户）

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

目前，公司已经形成了“宝龙一城”、“宝龙城”、“宝龙广场”和“宝龙天地”四大品牌，实现了中高低端客户的全覆盖。截至 2020 年 6 月 30 日，公司共有 51 处在管零售商业物业，在管建筑面积约 7 百万平方米，其中 48 个项目为宝龙地产及其相关企业所开发,3 个来自于独立第三方并由宝龙商业进行品牌输出和运营管理。

表2：公司四大商业品牌运营简况

品牌	品牌定位	平均出租率			在管项目数	在管建筑面积（千平）
		2018.12.31	2019.12.31	2020.6.30	2020.6.30	2020.6.30
宝龙一城	高端	97.9%	95.2%	92.6%	1	171
宝龙城	中高端	91.3%	91.3%	90.7%	2	437
宝龙广场	中端	83.3%	89%	85.4%	42	5,990
来自母公司		-	-	-	39	5,694
来自第三方		-	-	-	3	296
宝龙天地	商业街	65.5%	90.1%	87.9%	6	384
合计		83.5%	89.4%	87.1%	51	6,982

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司商业运营服务 2019 年实现营收 13.35 亿元，2016-2019 年复合增长率为 28.6%。其中，商业运营及管理服务收入是最大的收入来源，2019 年收入占比为 73.9%。

表3：按服务划分的商业运营服务收入（百万元）

业务类型	2016A	2017A	2018A	2019A	2019H1	2020H1
筹备阶段—市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务	72	70	52	143	49	91
运营阶段—商业运营及管理服务	482	564	719	987	459	515
-零售商业物业管理服务	*335*	*432*	*560*	*668*	*311*	*367*
-租户管理及收租服务	*25*	*31*	*59*	*319*	*148*	*148*
-其他增值服务	*121*	*101*	*101*			

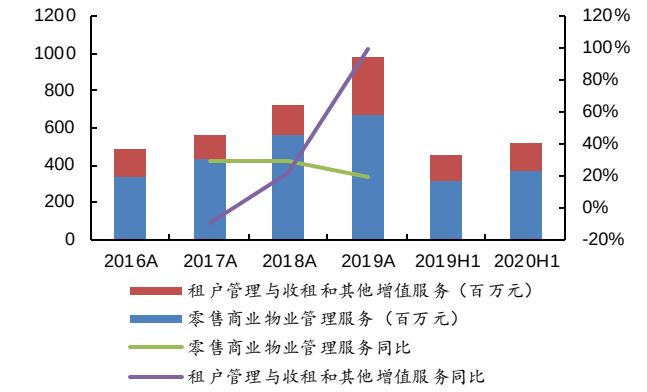
运营阶段—物业租赁服务	75	158	208	205	114	95
合计	628	792	980	1335	621	700
合计同比		26%	24%	36%		13%

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2.1.1 商业运营及管理服务

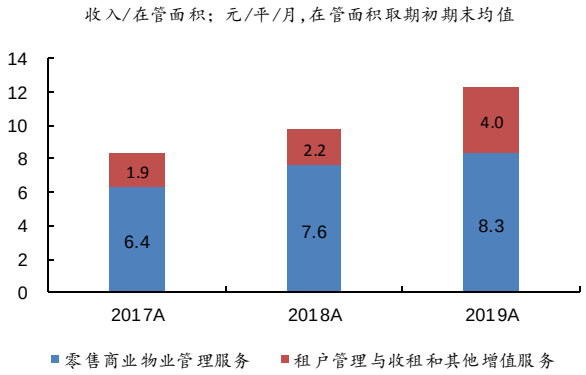
随着在管面积的在增加以及出租率的提升，商业运营及管理服务的收入持续提升。2019 年，商业运营及管理服务实现收入 9.87 亿元，2016-2019 年复合增长率为 27%。单位在管面积的营收从 2017 年的 8.2 元/平/月上升到 2019 年的 12.3 元/平/月。2019 年停车场、公共区域及广告位管理服务的经营方式由酬金制变为包干制，导致其他增值服务产生的收入大幅提升，带动了 2019 年单位面积增值服务的大幅提升。物业费没有受到变更收入确认方式的影响，但单位面积的收费也呈明显的上升趋势。

图7：商业运营和管理服务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图8：商业运营和管理服务的单位面积收入

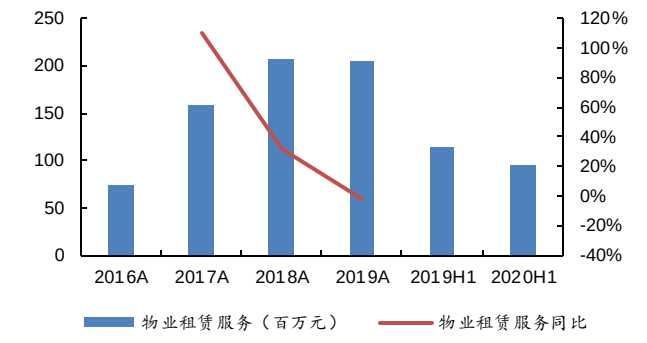


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1.2 物业租赁服务

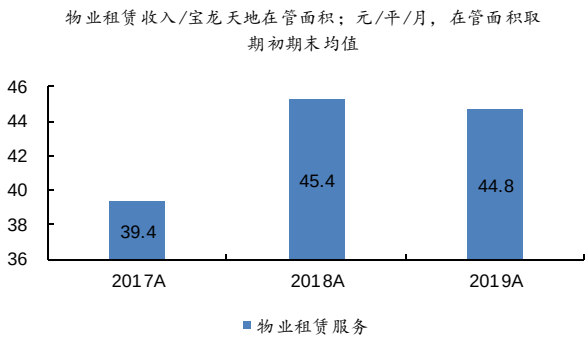
物业租赁服务的是收入主要来自宝龙天地购物街，公司向购物街的小业主租赁物业单位后分租给租户。2019 年，物业租赁服务实现收入 9.87 亿元，2016-2019 年复合增长率为 39.9%。单位面积营收从 2017 年的 39.4 元/平/月上升到 2018 年的 45.4 元/平/月。2019 年由于租约数的下降，物业租赁收入小幅下降约 1.3%。

图9：物业租赁服务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图10：物业租赁服务的单位面积收入

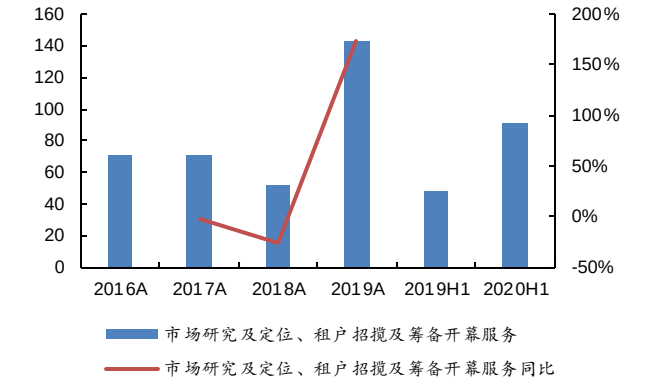


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.1.3 市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务

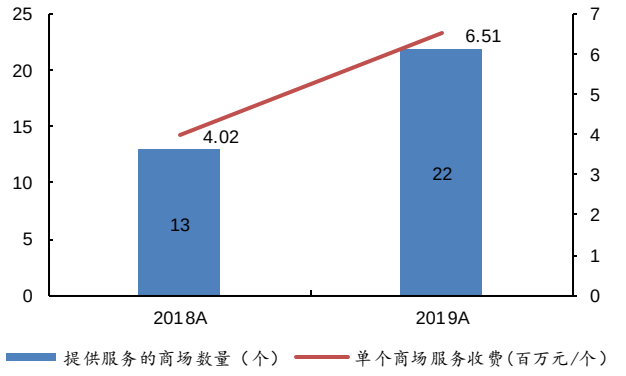
市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务的规模主要取决于公司的储备项目数量，绝大多数的前期筹备服务都将转化为公司最终的在管项目。2019 年公司服务的前期项目数量上升到 22 个，单个项目的平均收费也大幅上涨到 651 万元，量价齐升带动该业务收入大幅上涨 174%，达到了 1.43 亿元。

图11：市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图12：市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务单价



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.2 住宅物业管理服务

住宅物业管理服务主要为住宅、办公大楼和服务式公寓提供物业管理服务，业务包括预售管理服务、物业管理服务和其他增值服务。截至 2020 年 6 月 30 日，公司住宅物业在管建筑面积 11.65 百万平米，合约建筑面积 19.91 百万平米。从目前披露的数据来看，公司仅在 2019 年 10 月和 11 月签订了共计 0.7 万平米来自第三方的合约面积，在此之前，公司所有的住宅物业管理面积均来自宝龙地产及其合资公司。

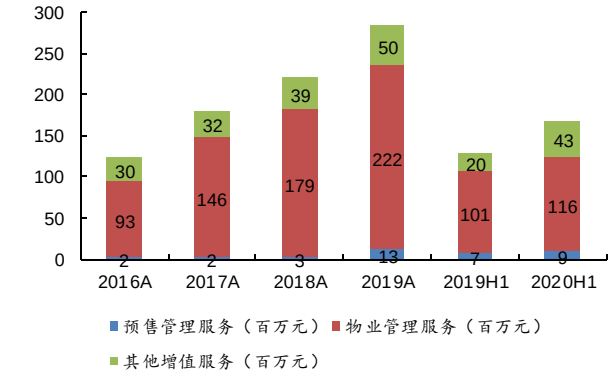
表4：住宅物业管理服务的具体业务及收费模式

业务类型		客户	收费模式
预售管理服务	样板间和售楼处的清洁、安保及维护等	开发商	收取每月固定服务费
物业管理服务	安保、清洁及园艺、维修及维护等	业主/业主委员会	按包干制每平米收取物业费
其他增值服务	交付前筹备及垃圾处理、公共区域及广告位管理、停车场管理	业主/租户/住户	酬金制或固定费用收费

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

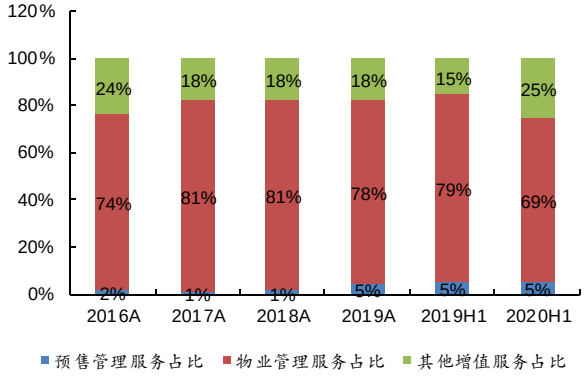
2019 年公司住宅物业管理服务实现收入 2.85 亿元，同比增长 29.3%，2016-2019 年复合增长率为 31.9%。其中，基础的物业管理服务是最大的收入来源，2019 年收入占比为 77.9%。公司基础物业收费水平虽然逐年上升，但依然低于 2018 年百强物业企业 2.3 元/平/月的住宅物业平均收费水平，这导致公司的住宅物业板块毛利率较低，2019 年仅为 12.9%。2020 年上半年住宅物业服务板块毛利率的提升主要是由于增值服务的大幅增长，而公司住宅物业服务板块的基础物业收费能力依然有待提升。

图13：住宅物业管理服务收入



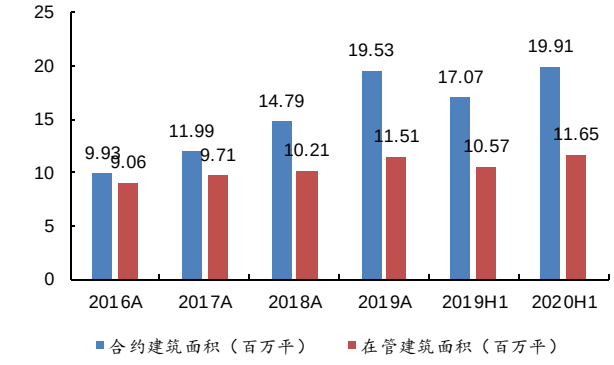
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图14：住宅物业管理服务收入拆分占比



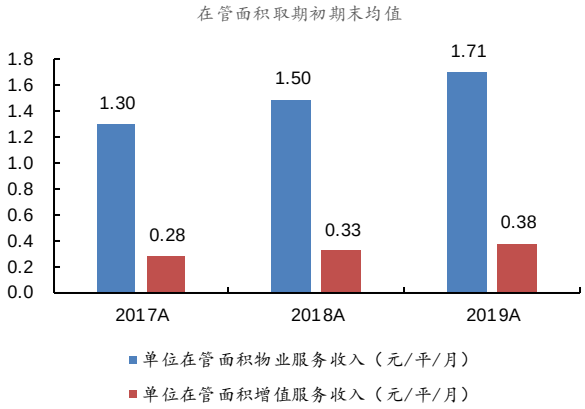
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图15：住宅物业管理面积



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图16：住宅物业服务的单位面积收入



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

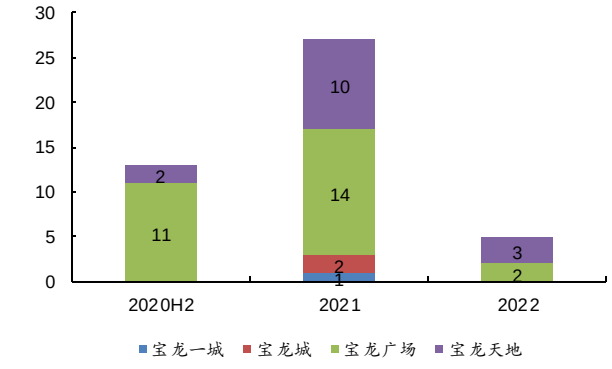
3. 公司未来发展

3.1 倚靠宝龙地产，管理面积的增长具有较强的确定性

凭借宝龙地产丰富的项目储备，公司未来几年的发展具有较强的确定性。截至 2019 年底，公司共有 51 处在管商业物业，在管建筑面积约 7 百万平方米；筹备中的项目 45 个，合计建筑面积约 4 百万平米，计划都在 2022 年之前开业。筹备项目中有 40 个来自宝龙地产，5 个来自独立第三方。2020 年下半年，公司预计新开业 13 个宝龙广场项目，其中 1 个属于重新装修开业。结合公司 2019 年报披露的项目筹备计划，预计 2021 年和 2022 年分别有 27 个和 5 个项目新开业。

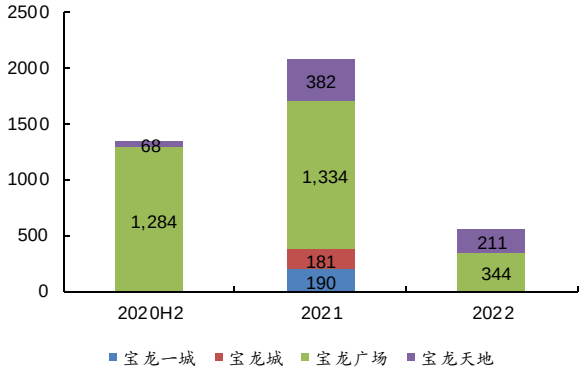
此外，从宝龙地产和宝龙商业 2020 年中期业绩发布会披露的五年计划来看，宝龙地产计划未来 5 年新增 100 个商业项目开业。按此计划，仅仅依靠宝龙地产的项目资源，宝龙商业未来五年就有望年均新增 20 个在管项目，在管项目在五年后将突破 150 个，是目前在管项目数的近三倍。

图17：2019 年报披露的筹备项目的预计开业进度



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

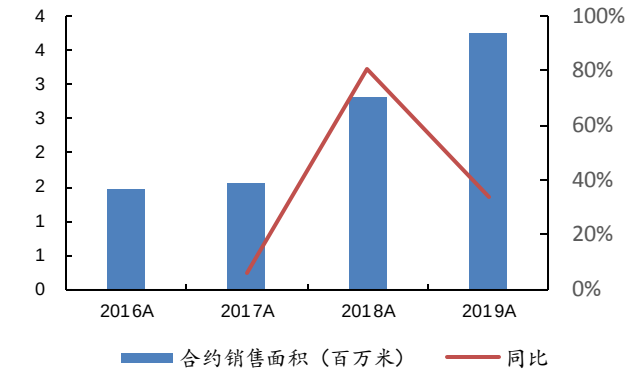
图18：2019 年报披露的筹备项目的建筑面积（千平）



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

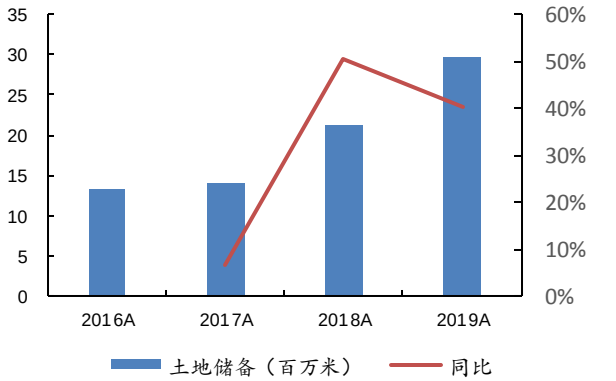
截至 2019 年底，宝龙地产土地储备约 29.7 百万平方米，可供公司三至五年的项目开发。2019 年公司实现合约销售面积约 3.8 百万平方米，较 2018 年同期增加约 33.5%。宝龙地产稳健增长的销售面积和充足的土地储备，为宝龙商业未来的发展带来了较强的确定性。

图19：宝龙地产合约销售面积



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图20：宝龙地产土地储备

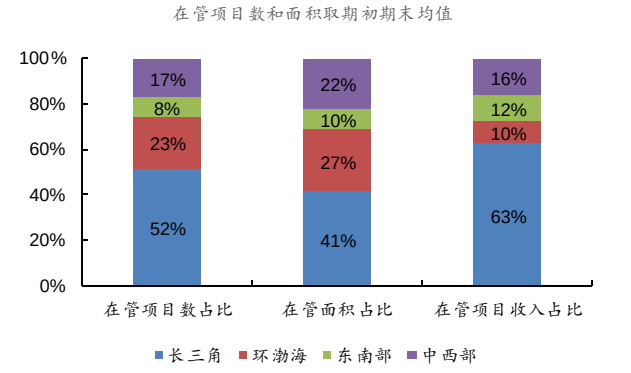


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 聚焦区域优势，加大力度深耕长三角

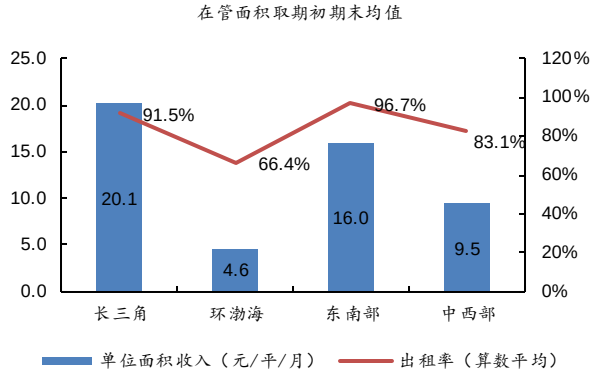
公司计划继续加大在长三角区域的布局，期望在未来形成网格布局的高密度覆盖面。从招股书披露的项目明细来看，截至 2018 年底，公司长三角的在管项目数约占一半，合计在管面积仅占 41%，但贡献了全年在管项目总收入的 63%。2018 年长三角在管项目的单位面积营收达 20.1 元/平/月，远高于其他地域。而环渤海地区 2018 年的运营情况则较为惨淡，占比 27%的在管面积仅贡献了 10%的收入，单位面积创收也仅有 4.6 元/平/月。从出租率来看，2018 年长三角和东南部项目的平均出租率较好，均高于 90%，而环渤海区域项目的平均出租率仅有 66.4%。从盈利能力来看，长三角区域项目 2018 年的毛利占比高达 75%；毛利率水平也是各区域中最高且呈逐年上升的趋势。而环渤海区域的项目在 2017-2018 年连续亏损，盈利能力欠佳。

图21：2018 年在管项目分地域的面积与收入占比



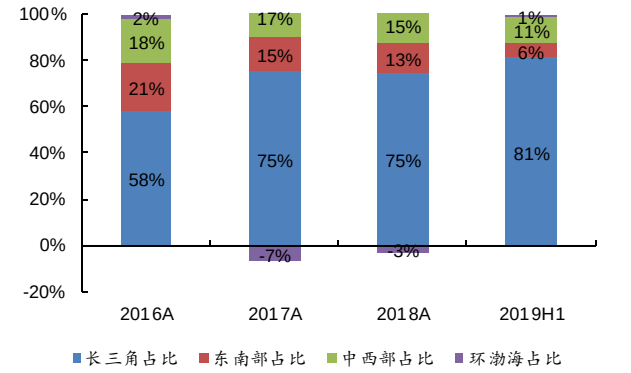
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图22：2018 年在管项目分地域的单位面积收入与出租率



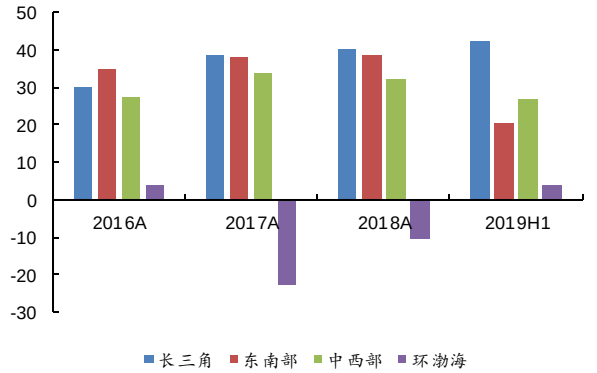
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图23：在管项目分地域的毛利占比



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图24：在管项目分地域的毛利率（%）

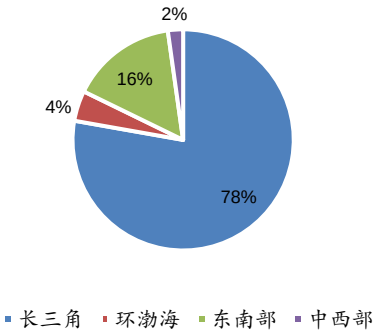


资料来源：公司公告，东兴证券研究所

基于在管项目的运营状况我们可以发现，公司在长三角区域的项目运营情况显著优于其他区域，是公司的优势区域。这也与公司在长三角十余年的深耕以及长三角城市群领先的发展状况息息相关。未来公司明显强化了在长三角的布局，截至 2019 年底，筹备中的 45 个项目中，有 35 个位于长三角，数量占比高达 78%，建筑面积占比达到了 80%。同时，公司大幅压缩了运营状况不佳的环渤海和中西部项目的占比。运营状况最差的环渤海区域仅有 2 个筹备项目，其中的天津于家堡项目还属于重新装修的老项目；另一个胶州的宝龙天地，面积也仅有 2.3 万平米。

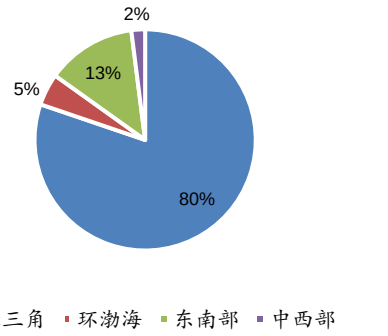
公司聚焦优势的长三角区域，致力于提高长三角区域的覆盖度。从短期来说，基于公司在长三角的优势，提升长三角项目的占比将显著改善公司项目整体的运营情况，提升盈利水平。从长远说，在长三角的商业布局有了一定的深度后，一方面有助于提升管理效率，加强对区域内商家资源整合能力；另一方面，也有助于提升公司在长三角区域的品牌影响力。

图25：2019 年报披露的筹备项目数量的地域分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图26：2019 年报披露的筹备项目预计建筑面积的地域分布



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.3 外延并购只是手段，提升资源整合与运营管理能力才是目的

2020 年上半年，公司收购了浙江星汇商业管理有限公司 60%的股权。浙江星汇主打商业街的运营管理，与公司主打购物中心的产品线形成互补。截至 2020 年 6 月 30 日，公司在管的宝龙天地（社区购物街）合计在管面积约 38 万平米，占在管商业总面积的比例仅为 5.5%。从招股书披露的项目收入明细来看，2018 年公司在管 6 个宝龙天地合计贡献收入 14.7 百万元，占在管商业项目总收入的比例仅为 1.5%。

浙江星汇在管项目 14 个，在管面积（含停车场）89 万平米，是浙江省领先的轻资产商业管理公司。公司合作商户 1000 家，战略合作伙伴 50 家，累计管理面积达 150 万平，具有丰富的商业街运营管理经验。通过收购浙江星汇，宝龙商业将显著增强自身的商业街运营实力，同时也符合自身深耕长三角的战略布局，两者资源上有明显的互补性。

我们认为，零售商业物业的成功，既需要好的定位以及基于定位的商户获取能力，又需要优秀的后续运营与管理。因此，商业物业的运营管理，其重点首先在人，具有强大的资源整合与运营能力的团队才是公司长久的核心竞争优势。对于并购而言，横向的管理面积扩张只是第一步，纵向的资源整合能力以及团队运营管理能力的提升才是并购更为重要的目的。

3.4 对于第三方拓展，全流程参与项目更能发挥公司优势

公司目前在管的第三方商业项目规模不大。截至 2020 年 6 月 30 日，公司在管项目中仅有义乌宝龙广场、涪陵宝龙广场和江油宝龙广场三个项目完全来自独立第三方，合计在管面积约 29.6 万平米，约占在管商业总建筑面积的 4.3%；2018 年合计收入约 53.3 百万元，占在管商业项目总收入的比例约为 5.4%。截至 2019 年底，筹备中的第三方项目有五个，合计建筑面积 43.6 万平米，占筹备中商业项目总建筑面积的 10.9%。第三方项目的外拓强度不大，目前主要还是依靠与宝龙地产的合作来拓展管理面积。

对于第三方拓展，我们认为较为合适的方式是拓展第三方的新建项目，从项目定位设计的阶段就参与进来，全流程的深入参与到的项目的开发运作之中。这可以充分发挥公司团队多年积累的市场研究与定位优势，为后续的招商与运营打下良好的基础。对于已经在运营之中的商业项目，多数是因为运营状况不佳才会需要更换管理团队。对于这样的情况，公司在接手后往往需要进行商场的重新定位和改造，而受制于此类项目的历史包袱，公司势必需要投入较大的精力进行商场改造，并制定新的招商运营计划。所以我们认为，对已第三方的拓展，应该重质量而不是数量，审慎的选择合适的第三方项目，充分发挥公司全流程管理运营的优势，通过优质的第三方运营项目来打造公司品牌，实现有质量的拓展。

4. 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

1) 商业运营服务：基于公司 2019 年报披露的筹备项目计划，我们可以较为准确的估计未来三年的开业进度。结合母公司宝龙地产披露的未来五年新增 100 座商业物业开业计划，假定额外计划中单个物业的面积等于 2019 年单个在管商业物业的平均面积，我们可以预估未来五年额外的开业计划。我们假定单个物业的前期咨询服务收入保持 2019 年水平，同时单位面积的运营服务也维持 2019 年的平均收入水平，由此可以得到 2020-2024 年公司商业运营服务的收入分别为 16.0 亿元、22.5 亿元、27.3 亿元、30.3 亿元和 33.0 亿元，分别同比增长 20.1%、40.1%、21.7%、10.9%和 8.7%。

2) 住宅物业管理服务：基于母公司宝龙地产今年的销售增速和土地储备情况，我们可以假设未来公司住宅在管面积的平均增速水平。假定单位面积产生的物业服务收入维持 2019 年的水平，我们可以得到 2020-2024 年公司住宅物业服务的收入分别为 3.7 亿元、5.0 亿元、6.9 亿元、8.8 亿元和 10.4 亿元，分别同比增长 30.7%、33.5%、39.1%、27.7%和 17.7%。

综合来看，我们预计公司 2020-2024 年营业总收入分别为 19.8 亿元、27.4 亿元、34.3 亿元、39.2 亿元和 43.4 亿元，分别同比增长 22.0%、38.9%、24.9%、14.3%和 10.7%。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.17、4.29 和 5.34 亿元，对应 EPS 分别为 0.51、0.69 和 0.86 元。以 1 港元=0.88 人民币的汇率计算，2020 年 9 月 4 日公司收盘价 24.75 港元对应 2020-2022 年 PE 值分别为 42.5、31.4 和 25.2 倍。首次覆盖给予“推荐”评级。

表5：公司收入预测

业务拆分（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**1620.46**	**1,976.53**	**2,744.77**	**3,426.94**	**3,915.72**	**4336.60**
营业收入同比	**35.0%**	**22.0%**	**38.9%**	**24.9%**	**14.3%**	**10.7%**
商业运营服务收入	**1335.11**	**1,603.59**	**2,246.75**	**2,734.16**	**3,030.88**	**3295.05**
商业运营服务收入同比	**36.3%**	**20.1%**	**40.1%**	**21.7%**	**10.9%**	**8.7%**
市场研究及定位、租户招揽及筹备开幕服务收入	143.23	162.76	130.21	130.21	130.21	97.66
商业运营及管理服务收入	986.52	1190.55	1670.53	2045.10	2341.82	2638.54
物业租赁服务收入	205.36	250.28	446.01	558.85	558.85	558.85
住宅物业管理服务收入	**285.35**	**372.94**	**498.02**	**692.77**	**884.83**	**1041.56**
住宅物业管理服务收入同比	**29.3%**	**30.7%**	**33.5%**	**39.1%**	**27.7%**	**17.7%**
预售管理服务收入	13.13	22.98	35.94	45.86	43.84	32.37
物业管理服务收入	222.22	285.68	377.20	528.09	686.51	823.82
其他增值服务	50.00	64.28	84.88	118.83	154.48	185.37

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

5. 风险提示

商业物业出租率不及预期，母公司交付进度不及预期，母公司地产销售不及预期，第三方拓展不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元	
	2019A	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	2,616.1	2,965.8	3,682.0	4,428.3
预付款及其他应收款	91.1	110.7	153.7	191.9
经营租赁及贸易应收款	113.9	136.6	189.7	236.9
可收回即期所得税	2.7	2.8	4.0	4.9
受限制现金	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	**2,823.8**	**3,216.0**	**4,029.4**	**4,862.0**
非核心资产（净额）	53.1	66.2	66.2	66.2
固定资产	6.9	8.8	14.1	19.7
投资物业	207.2	291.2	431.4	536.4
资产总计	**3,091.1**	**3,582.2**	**4,541.1**	**5,484.4**
短期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
贸易及其他应付款	763.1	913.6	1,268.7	1,584.1
合同负债	263.2	320.2	444.7	555.2
其他应付款	287.1	343.0	476.3	594.6
流动负债合计	**1,313.4**	**1,576.8**	**2,189.7**	**2,733.9**
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
长期经营性负债	190.5	227.7	316.2	394.8
负债合计	**1,503.9**	**1,804.5**	**2,505.9**	**3,128.7**
股本及溢价	1,236.9	1,236.9	1,236.9	1,236.9
其他储备	22.4	22.4	22.4	22.4
留存收益	327.8	518.3	775.9	1,096.4
归属于母公司股东权益合计	**1,587.2**	**1,777.7**	**2,035.2**	**2,355.7**
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股东权益合计	**1,587.2**	**1,777.7**	**2,035.2**	**2,355.7**
负债和股东权益总计	**3,091.1**	**3,582.2**	**4,541.1**	**5,484.4**

现金流量表			单位:百万元	
	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	178.6	317.5	429.3	534.1
折旧	103.8	119.6	61.4	98.2
摊销	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	32.1	(41.9)	(49.9)	(60.8)
（非经常性或非经营性损益）	(10.1)	10.3	0.0	0.0
营运流动资金减少（增加）	939.8	220.9	515.6	457.9
长期经营性负债增加（减少）	(52.2)	37.2	88.5	78.6
经营活动现金流合计	**1,192.1**	**663.7**	**1,045.0**	**1,107.9**
（固定资产购建）	159.8	(5.4)	(7.0)	(8.9)
（投资物业购建）	(148.6)	(200.0)	(200.0)	(200.0)
非经常性或非经营性损益	10.1	(10.3)	0.0	0.0
非核心资产（净额）减少（增加）	336.9	(13.1)	0.0	0.0
投资活动现金流合计	**358.1**	**(228.8)**	**(207.0)**	**(208.9)**
（偿还期初融资缺口）	0.0	0.0	0.0	0.0
（财务费用）	(32.1)	41.9	49.9	60.8
短期借款增加（减少）	(526.0)	0.0	0.0	0.0
长期借款增加（减少）	(108.0)	0.0	0.0	0.0
（归属于母公司股东的红利）	(34.3)	(127.0)	(171.7)	(213.7)
（归属于少数股东的红利）	0.0	0.0	0.0	0.0
股本及资本公积增加（减少）	1,236.9	0.0	0.0	0.0
其他储备增加（减少）	(24.0)	0.0	0.0	0.0
融资活动现金流合计	**512.5**	**(85.1)**	**(121.9)**	**(152.8)**
净现金流	**2,062.7**	**349.7**	**716.2**	**746.3**

利润表				单位:百万元
	2019A	2020E	2021E	2022E
收入	1,620.5	1,976.5	2,744.8	3,426.9
服务成本（不含折旧、摊销）	1,189.1	1,423.1	1,976.2	2,467.4
销售及营销开支	41.9	33.6	71.4	89.1
行政开支（不含折旧、摊销）	113.4	124.5	172.9	215.9
EBITDA	**276.1**	**395.3**	**524.3**	**654.5**
固定资产折旧	6.8	3.6	1.7	3.2
摊销	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	**269.3**	**391.7**	**522.6**	**651.3**
财务费用	32.1	(41.9)	(49.9)	(60.8)
非经常性或非经营性损益	10.1	(10.3)	0.0	0.0
利润总额	**247.3**	**423.3**	**572.4**	**712.2**
所得税	68.7	105.8	143.1	178.0
净利润	**178.6**	**317.5**	**429.3**	**534.1**
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司股东的净利润	**178.6**	**317.5**	**429.3**	**534.1**

主要财务比率				
	2019A	2020E	2021E	2022E
成长性指标				
营业收入增长率	35.0%	22.0%	38.9%	24.9%
EBITDA 增长率	12.7%	43.2%	32.6%	24.9%
EBIT 增长率	25.8%	45.5%	33.4%	24.6%
净利润增长率	33.7%	77.7%	35.2%	24.4%
固定资产增长率	-96.0%	26.9%	60.2%	40.2%
总资产增长率	41.9%	15.9%	26.8%	20.8%
盈利性指标				
毛利率	26.2%	27.8%	27.9%	27.9%
EBITDA/营业收入	17.0%	20.0%	19.1%	19.1%
EBIT/营业收入	16.6%	19.8%	19.0%	19.0%
净利润率	11.0%	16.1%	15.6%	15.6%
净资产收益率（ROE）	19.7%	18.9%	22.5%	24.3%
资产回报率（ROA）	6.8%	9.5%	10.6%	10.7%
投入资本回报率（ROIC）	15.9%	17.5%	20.6%	22.3%
新投资的回报率	5.3%	52.1%	38.1%	30.1%
偿债能力指标				
流动比率	2.1	2.0	1.8	1.8
速动比率	2.1	2.0	1.8	1.7
现金比率	2.0	1.9	1.7	1.6
EBITDA/财务费用	8.6	(9.4)	(10.5)	(10.8)
每股指标（元）				
EPS	0.44	0.51	0.69	0.86
估值比率				
P/E	49.5	42.5	31.4	25.2
PB	5.6	7.6	6.6	5.7

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

林瑾璐

英国剑桥大学金融与经济学硕士。多年银行业投研经验，历任国金证券、海通证券、天风证券银行业分析师。2019 年 7 月加入东兴证券研究所，担任金融地产组组长。

研究助理简介

陈刚

清华大学金融硕士，同济大学土木工程本科，2019 年 7 月加入东兴证券研究所，从事房地产行业研究。

曹钧鹏

南开大学金融硕士，本科毕业于中南大学土木工程专业，2019 年加入东兴证券研究所从事房地产研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

如果群里报告过期

请加微信联系我索取最新

1、每日微信群内分享7+最新重磅报告;

2、每日分享当日华尔街日报、金融时报

3、如果看到群里报告过期了，请扫码联系

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，仅分发做内部学习

扫一扫二维码后台回复 加群

加入“研究报告”微信报告群。